

媒体监督、政府干预与公司治理： 来自中国上市公司财务重述视角的证据

戴亦一 潘越 刘思超*

内容提要 本文研究了媒体报道对于中国上市公司财务重述行为的影响,并考察了政府干预在影响媒体治理效应方面的作用。研究发现:(1)仅有来自媒体的负面报道可以有效遏制财务重述行为的发生。对财务重述进一步细分还可发现,媒体监督对经济后果较为严重的非技术问题和核心指标重述的影响更为显著;(2)来自地方政府的媒体管制会大大削弱媒体的监督治理效力,在地方政府干预程度较高的地区,媒体的舆论监督作用更弱。本文为理解媒体在公司治理中的监督作用提供经验支持,并提出改善公司财务报告质量的新路径。

关键词 媒体监督 政府干预 财务重述 公司治理

一 引言

进入 20 世纪以来,媒体力量的崛起逐渐成为一种重要的社会现象。在西方国家,媒体甚至被视为是独立于立法、司法和行政之外的“第四方权力”,成为市场和政治之外的另外一种重要的资源与财富配置机制。但是直到最近十年来,随着法律外制度因素(extra-legal institutions)公司治理作用研究热点的兴起,媒体的公司治理角色才逐渐受到学术界的关注,并在已有的文献中得到了初步的肯定(Dyck 和 Zingales, 2004;

* 戴亦一(通讯作者):厦门大学管理学院 361005 电话:0592-2182200(O) 电子信箱:yydai@xmu.edu.cn; 潘越、刘思超:厦门大学经济学院金融系 电子信箱:panyue@xmu.edu.cn。

本文得到作者主持的国家自然科学基金面上项目“媒体的公司治理作用及其对资本市场的影响研究”(71172051)、国家自然科学基金面上项目“非正式制度与公司财务行为研究”(71072052)、国家自然科学基金青年项目“基于社会资本视角的中国企业股权与债务融资机制研究”(70902039)和教育部“新世纪优秀人才支持计划”(NCET-10-0713)的资助。

陈志武 2005; Miller 2006; Dyck 等 2008a; Joe 等 2009; 李培功和沈艺峰 2010)。^①

也有学者对于媒体能否真正发挥监督公司治理作用提出质疑。他们认为,媒体在传播信息的过程中,基于自身利益的考虑,其释放的信息可能具有一定的偏误,这种偏误可能来自于媒体相互竞争的需要(Ellman and Germano 2009),也可能是迫于政府干预的压力(Besley et al. 2002; Besley and Prat 2006)。作为市场经济的主体之一,媒体主动监督公司治理问题的动机,主要是为了赢得良好的社会声誉和随之而来的商业利益(Miller 2006)。因此,一个充分竞争的媒体市场环境,不被少数利益团体控制的媒体所有权结构,以及国家对新闻自由的法律保护,是减少媒体寻租和政府干预,提高媒体公信力,发挥媒体公司治理作用的关键(Hosp 2004)。考虑到中国作为转型经济国家特殊的媒体竞争环境和政府在社会经济中的强势主导地位,^②媒体报道的独立性和客观性还不甚理想,这会在很大程度上削弱媒体的舆论监督力量。

在现阶段,中国媒体究竟能否起到监督公司治理的作用?某些现实案例是否只是媒体发挥监督效力的一些特例?^③来自政府的干预和管制是否会影响媒体公司治理作用的有效发挥?本文从上市公司财务重述这一独特的视角,通过大样本的经验研究来探讨媒体的公司治理效应以及政府干预对媒体治理作用的影响,从而对上述问题做出回答。这不仅有助于人们理解媒体在中国公司治理中所起的作用,而且可为监管部门思考如何更好的借助媒体的力量改善公司治理,保护投资者利益提供理论参考依据,同时也为国际理论界关于媒体治理的研究提供来自转型经济国家的大样本证据支持。

近年来,中国越来越多的上市公司在发布财务报告后又通过各种各样的补充更正公告对之前的财务数据进行重述。这种财务重述行为表明前期会计信息的低质量和不可信,因而扭曲了资本市场中财务会计信息的定价功能和治理功能,反映出公司治理机制的失效(GAO 2002; Palmrose et al. 2004)。上市公司的财务重述行为本质上是一个公司治理问题,以往学者们集中于从内部公司治理结构、财务特征等视角探讨财务重述的影响因素(Defond and Jiambalvo 1991; Dechow et al. 1996; Abbott et al. , 2004; Ahmed and Goodwin 2007),但却鲜有文献跳出传统公司治理的研究框架,从法

^① Dyck 和 Zingales(2004) 认为法律外制度因素主要包括产品市场竞争、公众舆论压力、道德规范约束、文化(宗教和语言)、工会压力以及政府通过税务实施实现的监督等。

^② 西方媒体由于受到法律的特别保护而成为名副其实的“无冕之王”。与之相比,国内媒体却面临着政策因素和制度因素的诸多约束,监督作用有限,有时即使媒体报道了事实真相也会遭遇较高的司法诉讼风险,而且经常轻易败诉(陈志武 2005; 李培功和醋卫华 2011)。

^③ 近年来,中国媒体在公司治理实践中似乎也扮演着越来越积极的角色,从 2001 年的基金黑幕、银广夏事件,到 2008 年的三鹿奶粉事件,再到 2010 年的五粮液涉嫌关联交易和违规经营事件,都是由新闻媒体率先揭露,并最终在媒体的持续曝光下引起各方重视和处理的。

律外替代机制的角度寻找可能影响上市公司财务重述行为的深层次原因。本文认为,影响上市公司财务重述的因素不仅仅是一般性的公司治理特征和财务特征,上市公司面临的媒体监督以及地方政府干预等外部环境机制,都有可能对公司财务重述行为产生影响,而且在中国自身法律制度不完善和政府部门相对强势等制度背景下,上述因素对于中国上市公司财务重述行为的影响有可能更加显著。

本文搜集 2004~2009 年发生财务重述的上市公司为研究样本,并且通过特定程序选择对照样本,研究媒体关注对于中国上市公司财务重述行为的影响,考察来自政府干预的压力对媒体监督治理效应的负面影响。与前人研究相比,本文的研究意义在于:第一,拓展了公司财务重述行为的研究视角,从法律外制度的角度考察媒体报道对上市公司财务重述行为的影响,是本文的一个创新性尝试;第二,丰富了媒体治理问题的研究,国内学界对媒体治理问题的研究才刚起步,在许多细节方面还是空白,特别是基于大样本的经验研究还比较少见。本文结合中国特殊的政治体制和媒体监管制度,考察了地方政府的干预程度对于媒体治理作用的影响,这是在现有国内文献中还未出现过的研究思路。

二 理论分析与研究假设

(一) 上市公司财务重述的动机

财务报告重述(简称财务重述)是上市公司修正前期财务报告以反映这些报告中的差错被更正的过程。财务重述削弱了公司报表的可信度,会带来股价下跌、引起管理层变更、法律诉讼以及融资成本上升等一系列问题(GAO, 2002; Palmrose et al., 2004; Desai et al., 2006; Boonea et al., 2007)。既然财务重述具有严重的经济后果,那么为什么上市公司还要频繁地进行财务重述?^①

学术界分别从内部原因和外部原因解释这一问题。上市公司进行财务重述的内部原因主要是出于管理层的自利动机。有研究证实管理层会在调低盈利的财务重述公告前抛售公司股票或者执行更多的股票期权。此外,管理层出于公司并购、个人晋升、粉饰业绩以避免被撤换等多种原因而操纵会计信息进行财务重述的动机也会相当强烈(Harris 和 Bromiley, 2007; Efendi 等, 2007; Agrawal 和 Cooper, 2008; 何威风和刘启

^① GAO(2006)的统计表明,1997年美国有83家公司发生财务重述,而到2005年,有439家公司进行财务重述,重述公司占全部公司的比例由0.9%飙升到6.8%。在中国,上市公司财务重述的比例更高,据本文作者统计,2004~2009年平均每年大约有20%的公司发布名目繁多的各类补充更正公告。

亮 2010)。关于财务重述的外部原因,学界认为主要来源于资本市场的融资压力。资本市场往往对于融资企业保持较高且持续增长的盈利有严格的要求,给上市公司带来一定压力,上市公司有可能采取财务重述行为来调整公司盈利数据,以符合融资时资本市场对公司盈利水平的要求(Dechow 等,1996;何威风与刘启亮 2010)。

(二) 媒体关注与财务重述

由于现代媒体掌握着引导社会话题和舆论导向的权利,能够对新闻当事人形成一定的声誉压力,因而学术界普遍认为媒体作为一种重要的外部治理机制,可以有效改善公司治理环境,保护投资者利益。Dyck 和 Zingales(2004)的研究认为,媒体监督能有效降低控制权私人收益。Dyck 等(2008a)和 Joe 等(2009)进一步发现,媒体的负面报道迫使公司治理不佳的企业采取改正行为。李培功和沈艺峰(2010)发现随着媒体曝光数量的增加,中国上市公司改正违规行为的概率也随之提高,证实了中国媒体在完善公司治理水平,保护投资者权益方面具有积极作用。那么,媒体报道对中国上市公司的财务重述行为是否具有影响力?如果有,又是如何影响公司的财务重述行为?

本文认为,由于上市公司的财务重述行为在一定程度上反映出公司治理缺陷的存在(GAO 2002),给投资者财富带来了巨大损失,因此有效的媒体监督应该能够遏制这种行为的发生。这是因为,根据 McCombs 和 Shaw(1972)的“议程设置”理论,媒体报道能够形成一种“盯住效应”,使得这些被报道的公司成为社会舆论关注的焦点。当被媒体关注较多的公司管理者出于各种自利性动机或者为了迎合资本市场融资要求,企图通过财务重述来操纵会计信息时,他们所采取的这种违规行为相对于那些未引起媒体关注的公司,被社会公众识破的概率要大得多。由于担心媒体的曝光可能会对管理者声誉造成巨大损失(Dyck and Zingales 2002),以及担心媒体的持续报道会引发行政部门的关注,并带来后续监管调查的麻烦(Dyck 等 2008b;李培功和沈艺峰,2010),此时公司管理者的最佳对策就是暂停违规行为,自觉停止对投资者利益的侵害。因此,媒体能够有效监督上市公司的财务重述行为,即媒体对上市公司的报道越多,公司未来进行财务重述的可能性越低。鉴于以上分析,本文推出如下假设:

假设 1a:媒体关注与上市公司财务重述行为呈显著负相关关系,即媒体对上市公司的报道数量越多,媒体关注度越高,公司未来进行财务重述的概率越小。

然而,需要指出的是,媒体的关注也可能对上市公司的财务重述行为产生截然相反的影响。年报存在问题的公司被媒体报道后,成为社会舆论关注的对象,为了避免将来监管部门介入引发更大的损失,上市公司很有可能迫于压力主动纠正错误,发布财务重述公告,争取“自觉改错”的形象。在这种情况下,媒体对于上市公司的报道反

而会提高上市公司进行财务重述的概率,这也在一定程度上体现出媒体扮演了积极的公司治理角色。鉴此,本文推出以上假设的对立假设:

假设 1b:媒体关注与上市公司财务重述行为呈显著正相关关系,即媒体对上市公司的报道数量越多,媒体关注度越高,公司未来进行财务重述的概率越大。

(三) 政府干预对于媒体治理效应的影响

媒体在发挥监督作用的同时,也掌握了强大的舆论导向权力。利用媒体与公众的信息非对称,一个有影响力的媒体不仅有能力,而且有动力与相关各方达成私下交易,以期因不揭露破坏性信息而获得好处。这种媒体的寻租行为无疑将给社会效率和社会福利带来损失(郑志刚 2007)。此外,媒体对一些重大事件的报道甚至有可能引发社会的恐慌,对经济金融稳定和社会安定造成冲击。因此,政府通常会采取各种手段对媒体进行管制。但是,政府对媒体的各种干预也可能会影响到媒体的独立性,并进而影响新闻报道的准确性和客观性。Besley 和 Prat(2006)指出,政府控制的媒体更容易与政府串谋,从而降低媒体的可信度。对于非政府控制的媒体,政府可以通过向媒体企业提供各种补贴,以及颁布诽谤法和进行新闻审查等方式实现向媒体寻租的目的。Hosp(2004)认为政府凭借自己的监管权,在媒体寻租中居于主动地位。

媒体公司治理效应的发挥必须以民主为保障机制的法治以及媒体监督本身所形成的对政府行为的有效约束为前提(张烨 2009)。中国不同地区之间由于资源禀赋、地理位置、国家政策和传统文化等方面的差异,导致各地区在市场化程度、政府干预程度等方面存在较大差异(樊纲等 2010)。市场化程度越高的地区,政府干预经济的意愿越低,对当地上市公司的行政保护越少,其干扰媒体独立、客观报道的可能性越小。而在市场化程度越低的地区,上市公司通常都是当地的融资、就业和纳税大户,是地方经济的支柱,地方政府对其保护的意愿就越强烈。当上市公司遭遇媒体负面报道的压力时,政府干预媒体,或向媒体“寻租”的可能性就会大大增强,这会在很大程度上扭曲媒体的舆论监督职能,削弱媒体治理的积极效应。这是因为,当媒体因遭到政府的干预而不得不弱化对上市公司的关注时,公司管理层操纵会计信息的行为被公众识破的概率降低。这样,公司高管层就不会太在意媒体的曝光,以及因此可能对管理者声誉造成的损失,也不会太在意媒体的持续报道会引发行政监管部门的关注和介入,其结果就是媒体公司治理效力的降低。基于此,本文提出如下假设:

假设 2:政府干预会对媒体的公司治理效应产生负面影响,即在地方政府干预较为严重的省份或地区,媒体关注对上市公司财务重述行为的影响较弱,反之相反。

三 研究设计

(一) 研究样本与数据来源

1. 财务重述样本。中国上市公司对财务报告的重新表述主要是通过发布各类临时公告的方式进行的,具体包括补充公告、更正公告以及补充更正公告,所以又被称为“年报补丁”。由于中国财务重述的公告制度是在2003年12月建立的,^①本文选取2004~2009年为财务重述的样本区间,通过WIND数据库手工检索并整理出这一期间内发布年报补充公告、更正公告、补充和更正公告的A股上市公司作为年报重述公司。^②同时,执行了以下筛选程序:(1)剔除重述公告发布时已经退市或进入三板市场交易的公司;(2)剔除金融保险行业的上市公司;(3)如果同一家公司在当年发生多次财务重述行为,取第一次财务重述公告为研究样本;(4)剔除数据缺失样本。经过筛选,我们得到上市公司财务重述样本1487例,其中年份分布如下:2004年173例、2005年318例、2006年278例、2007年211例、2008年278例及2009年229例。图1给出了各年份财务重述情况的统计,从图中可以看出,中国上市公司财务重述的比例平均在20%左右,这一比例远高于美国,说明中国上市公司财务重述现象确实比较严重。

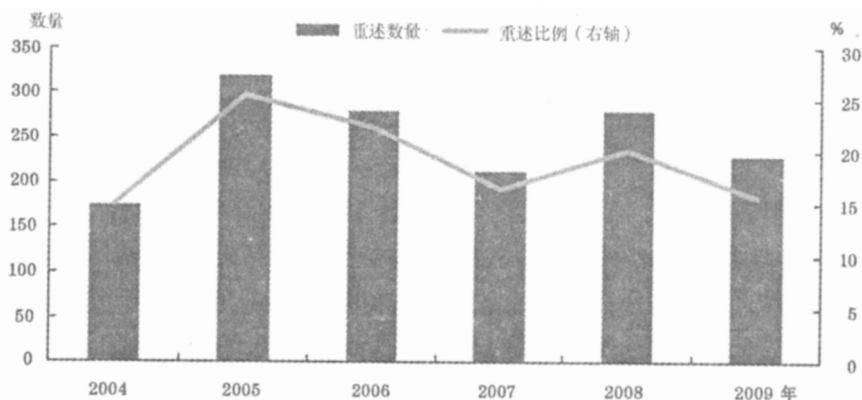


图1 中国上市公司财务重述情况统计(2004~2009年)

① 2003年12月1日,证监会发布《公开发行证券的公司信息披露编报规则第19号——财务信息的更正及相关披露》规定公司应当以重大事项临时公告的方式,及时披露更正后且经审计的年度财务报表和涉及更正事项的相关财务报表附注,以及更正后未经审计的中期财务报表与涉及更正事项的相关财务报表附注。这被认为是中国财务重述制度正式建立的标志。

② 具体地,在WIND数据库中“新闻情报”栏目下的“公司公告”板块,打开“补充更正”选项,搜索并提取上市公司发布的年报补充或更正公告。

2. 对照样本的选择。对于上述每一例财务重述样本公司, 本文为其选择一家在财务重述公司发布公告前后两年内都未发生过财务重述行为的公司作为对照样本。^① 对照样本按照下面的程序产生: (1) 会计年度。对照样本公司与发生财务重述的公司必须属于同一会计年度; (2) 行业。对照样本公司必须与财务重述样本公司处于同一行业内, 这里的行业划分采用证监会一级行业分类标准, 其中制造业采用证监会二级行业分类; (3) 公司规模。匹配的对对照样本公司与重述样本公司在重述前一年度的总资产相差在 $\pm 30\%$ 之内。如果有多家公司入选, 则选取公司规模最接近的作为对照样本。

经过上述程序, 有 46 例因为按照筛选程序无法得到对照样本而被剔除, 最终为 1441 例财务重述样本选定了对照样本, 共得到 2882 例研究样本, 其中财务重述样本和未重述样本各 1441 例。

3. 媒体关注数据。本文的媒体关注数据来自于 CNKI 中国重要报纸全文数据库。^② 参考 Fang 和 Peress (2009)、李培功和沈艺峰 (2010) 的做法, 本文选择 8 份最具影响力的全国性财经报纸作为报道的来源, 分别是《中国证券报》、《证券日报》、《证券时报》、《上海证券报》、《中国经营报》、《经济观察报》、《21 世纪经济报道》和《第一财经日报》。^③ 为避免内生性问题, 本文收集以上报纸在上市公司发布财务重述公告日前 1 年内有关该公司年报的所有新闻报道, 来度量公司的媒体关注水平。与之相匹配, 对照样本公司的媒体报道期间也取其对应样本公司发布财务重述公告日前 1 年。为了降低数据遗漏的可能性, 分别使用“标题查询”和“主题查询”对样本公司当时的全称及简称进行搜索。在收集数据的过程中, 过滤了上市公司公告、媒体刊登的分析师买入、卖出及持有建议的报道以及在同一则报道中涉及多家上市公司的报道。

根据研究需要, 本文进一步将收集到的媒体报道区分为媒体负面报道和媒体非负面报道。参考李培功和醋卫华 (2011) 的做法, 本文根据报纸媒体对公司新闻报道的标题和内容中是否包含明显的质疑、批评、负面评价的词语和语气以判断媒体报道是

① 尽管为研究样本匹配对照样本的方法有一定的缺陷, 但它仍被认为是研究概率现象的合适方法 (Gales and Kesner, 1994; Daily, 1996)。而且在财务重述领域的研究文献中, 匹配对照样本更是一种常用的研究方法 (Agrawal and Chadha, 2005; Arthaud-Day 等, 2006; Efendi 等, 2007; 周春生和马光, 2005; 何威风和刘启亮, 2010), 本文对对照样本的筛选也借鉴了上述文献的方法。

② 参考李培功与沈艺峰 (2010) 的做法, 本文未将网站等其他媒体作为报道来源, 原因是: 首先, 网络媒体的公信力不如报纸; 其次, 许多网络信息来自对报纸杂志的转载, 分离这些信息相当困难; 再次, 已有研究表明上市公司在报纸上的曝光程度和在杂志、网络上的曝光程度之间明显存在高度正相关的关系 (辛宇和徐丽萍, 2010)。

③ 其中,《中国证券报》、《证券日报》、《证券时报》和《上海证券报》合称四大证券报, 是证监会指定的上市公司信息披露的专门报纸; 而《中国经营报》、《经济观察报》、《21 世纪经济报道》和《第一财经日报》则在市场影响力和受众覆盖方面位于财经类报纸的龙头, 常常通过原创性的深度报道率先曝光一些上市公司的违规行为。

否属于负面报道。如果报道中采用中性化的语言,但实质上却通过深度剖析和利用可靠证据向公众展示了公司年报中存在的问题,本文同样视其为负面报道。没有归类为负面报道的媒体报道则定义为媒体非负面报道。

此外,本文的地区政府干预数据来源于樊纲等(2010)编制的《中国市场化指数——各地区市场化相对进程2009年报告》。其他财务数据和公司治理数据来源于WIND数据库和CSMAR数据库。

(二) 检验模型及相关变量说明

为检验本文提出的理论假设,构造了如下两个基本检验模型:

$$\text{Prob}(\text{Restate}_{i,t} = 1) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{LNMedia}_{i,t-1} + \alpha_2 \text{Control}_{i,t-1} + \alpha_3 \text{Year} + \alpha_4 \text{Industry} + \varepsilon \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{Prob}(\text{Restate}_{i,t} = 1) = & \beta_0 + \beta_1 \text{LNMedia}_{i,t-1} + \beta_2 \text{LNMedia}_{i,t-1} \times \text{Intervene}_{i,t-1} \\ & + \beta_3 \text{Control}_{i,t-1} + \beta_4 \text{Intervene}_{i,t-1} + \beta_5 \text{Year} + \beta_6 \text{Industry} + \varepsilon \quad (2) \end{aligned}$$

模型中各有关变量的定义见表1。需要说明的是,由于上市公司的财务重述是对历史盈余的更正,因而模型主要控制变量采用的是滞后1期(即上一年度)的数据。^①

1. 因变量。财务重述(*Restate1*): 虚拟变量 *Restate1* 表征当年上市公司是否发生财务报表重述行为,当上市公司发布了年报财务重述公告时 *Restate1* 取1,否则取0。

2. 测试变量。各自变量的定义如下:

(1) 媒体关注1(*LNMedia1*): 参考Chen等(2009)及辛宇和徐丽萍(2010),本文用“1+媒体报道次数”的自然对数来衡量公司的媒体关注程度。

(2) 媒体关注2和3(*LNMedia2*和*LNMedia3*): 由于媒体报道的数量非常庞大,因而少有学者对报道的主观色彩进行区分。但本文认为,区分媒体是否进行了负面报道对于研究媒体的舆论监督效应是非常有必要的。因为媒体的负面报道一般是对上市公司存在某种问题或不当行为进行的批评,这种报道最能反应媒体的主观态度,经过传播后也往往最能引起社会的反响,而且大量来自媒体的批评报道会给予上市公司管理层以无形的压力,让他们感觉到自己处于公众和舆论的监督之下。为避免社会形象进一步受损,他们会自觉减少损害投资者利益的行为。而媒体的非负面报道往往是对上市公司的行为唱赞歌,或者只是些无关痛痒的中性描述,并不能引起公众和监管部门的关注,因而对上市公司并不会造成多大影响。因此,相对媒体的非负面报道,媒体

^① Agrawal和Chadha(2005)在所使用的回归模型中将所有控制变量均滞后一期,因为他们发现在研究的159家重述公司中,有109家是在财务问题发生后的1年之内进行重述的。魏志华等(2009a)的研究也发现,中国上市公司财务重述涉及的时间很短,有82%以上的重述公告仅针对上年年报,因而本文认为,用滞后1期控制变量能更好地解释上市公司财务重述行为。

表 1 主要变量定义及计算方法

变量类型	变量名称	变量符号	变量描述
因变量	财务重述 1	Restate1	当年上市公司发生财务重述时取 1 ,否则取 0
测试变量	媒体关注 1	LNMedia1	ln(1 + 上市公司年度媒体报道的次数)
	媒体关注 2	LNMedia2	ln(1 + 上市公司年度媒体负面报道的次数)
	媒体关注 3	LNMedia3	ln(1 + 上市公司年度媒体非负面报道的次数)
	地方政府干预	Intervene	上市公司所在地区的政府干预程度
财务特征	负债水平	Lev	资产负债率
	盈利能力	ROA	总资产收益率
	公司规模	LNSize	ln(总资产)
	成长性	Growth	营业收入增长率
控制变量	董事会规模	Board	董事会人数
	董事会独立性	Indepen	独立董事人数/董事会人数
	两职合一	Dual	公司董事长与总经理为同一人时取 1 ,否则取 0
	高管持股	Mshare	高管持股总数/总股本
	审计委员会	Audit	公司设置审计委员会时取 1 ,否则取 0
	审计事务所	Big10	公司审计事务所是国内“十大”时取 1 ,否则取 0
	审计意见	Opinion	报表获标准无保留意见时取 1 ,否则取 0
	年份虚拟变量	Year	研究区间跨度 6 年 ,设置 5 个年份虚拟变量
	行业虚拟变量	Industry	根据公司所在行业设置 20 个虚拟变量

负面报道的公司治理监督作用应该更为明显。为此 ,本文将媒体关注指标进一步拆分为两个子指标 ,以“1 + 媒体负面报道次数”的自然对数来衡量媒体的监督效应 ,以“1 + 媒体非负面报道次数”的自然对数作为媒体关注的另一个衡量指标。

(3) 地方政府干预(*Intervene*) : 本文的地方政府干预程度来自樊纲等编制的《中国市场化指数》系列报告中的“减少政府对企业的干预”指数来衡量各地方的政府干预严重程度 ,该指标数值越大 ,说明该地方的政府干预程度越不严重。^① 由于《中国市场化指数》系列报告中 2008 年的政府干预数据缺失 ,这一年的变量用 2007 年的数据近似替代。

① 必须承认 ,用“减少政府对企业的干预”指数来替代政府对媒体的干预本身并不十分精确。但是由于国内目前还没有专门衡量政府对媒体管制干预程度的指标 ,要想实现本文的研究目的 ,必须寻找某种替代指标。之所以选择樊纲等人编制的“市场化指数” ,有三方面原因: 首先是因为该指数编制的根本目的就是为了衡量地方政府对市场经济的干预程度 ,与我们的意图完全相同; 其次 ,媒体也属于企业(或者说虽然属于事业单位但实行企业化管理) ,政府对媒体的干预在一定程度上反映了政府对企业的干预; 再次 ,我们认为 ,如果地方政府该项指标得分较低 ,说明对所辖企业经营活动进行干预的程度较为严重 ,那么当媒体对所辖企业存在的问题进行报道时 ,地方政府有很大可能会进行干预 ,因为企业的某些做法可能是得到地方政府认可的 ,并且辖区内企业发生问题极有可能影响地方政府的经济利益和政府官员的政治前途 ,因而政府对媒体的干预指标和政府对企业干预指标应该是密切相关的。正是基于上述考虑 ,本文选择用“减少政府对企业的干预”指数来衡量地方政府对于媒体的干预程度 ,虽然可能有所偏差 ,但是我们认为并不影响本文结论的解释力。

3. 控制变量。主要指标如下:

(1) 财务特征: 现有研究表明, 公司财务特征对于上市公司发生财务重述行为有一定影响(Ahmed and Goodwin 2007; Burns and Kedia 2006; Palmrose et al. 2004)。因此, 本文在模型中控制了样本公司财务特征的影响。其中, Lev 等于资产负债率, 代表公司负债水平; ROA 是总资产收益率, 代表公司的盈利能力; $LNSize$ 代表公司规模, 是总资产的自然对数; 公司的成长性用营业收入增长率 $Growth$ 表示。

(2) 公司治理指标: 上市公司的治理水平对财务重述的影响也十分显著, 本文参考魏志华等(2009a)、何威风和刘启亮(2010) 的做法, 控制了董事会规模($Board$)、董事会独立性($Indepen$)、两职合一($Dual$)、高管持股($Mshare$)、是否设置审计委员会($Audit$)、审计事务所是否“十大”($Big10$)^①以及财报的审计意见($Opinion$) 等一系列公司治理因素的影响。

(3) 其他控制变量: 本文还设置了年份虚拟变量($Year$) 和行业虚拟变量($Industry$) , 用来控制上市公司财务重述的年份以及公司所处行业的影响。行业的分类采用证监会一级行业分类标准, 只有制造业采用二级行业分类标准, 共设置 20 个虚拟变量。

四 检验结果分析

(一) 描述性统计和相关性分析

1. 媒体关注和财务重述样本的描述性统计。表 2 中, Panel A 报告了样本公司遭遇负面报道的比例情况。从统计结果来看, 遭遇媒体负面报道的上市公司占总样本的比例在各年都较为平稳, 大致保持在 30% 左右。其中, 负面报道的内容包括对公司的上市申请材料、业绩变化、大股东占款、关联交易、并购重组等提出质疑和批评。Panel B 比较了没有负面报道的样本公司和有负面报道的样本公司年平均媒体报道数量。结果显示, 遭遇负面报道的样本公司其媒体报道数量(平均 9 篇) 远高于非负面报道的公司(平均 3 篇) , 这说明受到负面报道的公司一般存在更严重的会计或治理问题, 并因此受到媒体更多的关注。

Panel C 报告了不同类型的财务重述样本情况。其中, 按财务重述内容分类, 涉及核心会计指标的财务重述占总样本的比例平均达到 54. 27% , 从年度分布来看, 核心指标重述从 2004 年起逐年增加, 到 2006 年达到最高比例, 超过 60% , 但自 2007 年

^① 本文以中国注册会计师协会在其网站上公布的会计师事务所百强排名的前十名作为国内“十大”。

开始,核心指标重述所占比重又开始下降。而按财务重述原因分类,平均来说,非技术问题的财务重述比例达到 70% 左右,而技术问题造成的重述比例为 30% 左右。发布技术问题财务重述公告通常是因为年报中存在一些细微疏忽或差错,虽然影响较小,但如此高的比例却暴露了中国上市公司年报披露很不严谨的缺陷。

表 2

媒体关注和财务重述的描述性统计

PanelA: 负面报道的样本							
年度	2004	2005	2006	2007	2008	2009	合计
样本合计	332	620	542	412	538	438	2882
有负面报道的样本	105	181	168	122	168	135	879
有负面报道的样本占比(%)	31.63	29.19	31.00	29.61	31.23	30.82	30.50
PanelB: 媒体报道数量							
没有负面报道的样本年 平均媒体报道数量	2.8	2.8	3.2	3.1	3.5	3.2	3.1
有负面报道的样本年 平均媒体报道数量	6.6	8.7	8.9	8.4	9.7	9.5	8.6
PanelC: 财务重述样本分类							
财务重述样本	166	310	271	206	269	219	1441
核心指标重述样本	82	177	164	116	129	114	782
核心指标重述占比(%)	49.40	57.10	60.52	56.31	47.96	52.05	54.27
非技术问题重述样本	112	201	204	147	177	158	998
非技术问题重述样本占比(%)	67.47	64.84	74.91	71.36	65.80	72.15	69.26

2. 主要变量的描述性统计及分类比较情况。表 3 的 PanelA 给出了主要变量的基本描述性统计值。由 PanelA 可知,样本公司平均资产负债率为 50.7%,负债水平整体处于较为合理的状态;营业收入年平均增长率 27.7%,表明中国上市公司的成长性相当良好。在公司治理结构方面,样本公司董事会规模平均为 9.5 人,其中独立董事的比例约为 35%,这与证监会的要求基本吻合;此外,大约 64% 的上市公司设立了审计委员会,18.2% 的上市公司聘请国内“十大”审计事务所作为外部审计单位,有超过 92% 的公司年报得到了标准无保留意见的审计结论。

表 3 的 PanelB 是对财务重述公司与未发生财务重述公司就相关变量的比较分析。可以看出,在媒体关注度方面,两类公司的差别并不显著,这与本文的假设 1a 和 1b 预期都不符合。但如果细分媒体报道类型来看,未发生财务重述的上市公司明显得到了更多的媒体负面报道,这与假设 1a 的预期一致,而两类公司在获得媒体非负面报道方面差异却不大。由此看来,有必要在回归分析中就媒体报道类型做分样本研究。

表 3 主要变量的描述性统计及差异分析

PanelA: 主要变量的描述性统计				
变量	均值	标准差	最小值	最大值
<i>LNMedia1</i>	1.2781	0.9556	0	4.7707
<i>LNMedia2</i>	0.3379	0.5899	0	3.4340
<i>LNMedia3</i>	1.1359	0.9303	0	4.7005
<i>Intervene</i>	7.7522	1.9108	2.5	10.41
<i>Lev</i> (%)	50.70	18.61	0.91	99.11
<i>ROA</i> (%)	2.14	7.83	-100.46	68.31
<i>LNSize</i>	12.0535	0.9681	9.5730	16.6164
<i>Growth</i> (%)	27.66	120.59	-98.43	3161.90
<i>Board</i>	9.4601	2.0318	3	19
<i>Indepen</i> (%)	35.00	5.07	7.14	66.67
<i>Dual</i>	0.1419	0.3490	0	1
<i>Mshare</i> (%)	2.05	9.07	0	74.77
<i>Audit</i> (%)	63.57	48.13	0	100
<i>Big10</i> (%)	18.22	38.60	0	100
<i>Opinion</i> (%)	92.23	26.78	0	100

PanelB: 财务重述公司与非财务重述公司的比较分析					
变量	财务重述公司		非财务重述公司		均值检验
	均值	标准差	均值	标准差	P - value
<i>LNMedia1</i>	1.2563	0.9759	1.2999	0.9346	0.22
<i>LNMedia2</i>	0.2633	0.5049	0.4126	0.6559	<0.01
<i>LNMedia3</i>	1.1375	0.9490	1.1343	0.9116	0.93
<i>Intervene</i>	7.6460	1.9063	7.8584	1.9100	<0.01
<i>Lev</i>	52.5962	18.7312	48.8010	18.2973	<0.01
<i>ROA</i>	1.2850	8.6607	2.9874	6.7950	<0.01
<i>LNSize</i>	12.0561	0.9731	12.0509	0.9634	0.88
<i>Growth</i>	23.5791	95.8989	31.7508	140.9859	0.08
<i>Board</i>	9.4816	2.0886	9.4386	1.9739	0.57
<i>Indepen</i>	0.3494	0.0513	0.3506	0.0500	0.54
<i>Dual</i>	0.1366	0.3435	0.1472	0.3545	0.41
<i>Mshare</i>	1.7837	8.7627	2.3138	9.3621	0.12
<i>Audit</i>	0.6419	0.4796	0.6294	0.4831	0.49
<i>Big10</i>	0.1770	0.3818	0.1874	0.3903	0.47
<i>Opinion</i>	0.8931	0.3091	0.9514	0.2151	<0.01

在地区环境差异方面,本文发现,未发生财务重述的公司所在地区的政府干预程度显著更低。在公司财务特征方面,财务重述公司拥有更高的负债水平,更低的盈利能力和更差的成长性。此外,与财务重述公司相比,未发生财务重述的公司获得更多的标准无保留意见审计意见。在后面的多元回归分析中,本文将进一步检验以上变量对于上市公司财务重述行为的影响。在进行模型回归分析之前,先检验是否存在严重的多重共线性问题。根据各变量之间的相关系数检验结果,各变量不存在很强的共线性,回归模型当中的多重共线性问题可以忽略。由于篇幅所限,本文没有列示各变量之间的相关性检验结果。

(二) 媒体关注与上市公司财务重述行为

本文利用模型(1)检验媒体关注对上市公司财务重述行为的影响。因变量 *Restate1* 是虚拟变量,因此采用 Logistic 回归模型。

表4的第一列报告了总样本的回归结果。结果显示,媒体关注变量的回归系数虽然为负,但并没有通过显著性检验,这一结果印证了单变量的分组比较结果,即从整体上来看,媒体关注对上市公司的财务重述行为并无影响,本文的假设1似乎并没有得到经验证据的支持。然而,正如 Dyck 与 Zingales(2002、2004)指出,只有媒体的负面评价才可能对管理者形成外部舆论压力,督促管理者约束自己的自利行为。而我们在描述性统计中已经观察到,在依据媒体报道倾向细分媒体关注变量后,与财务重述公司相比,未发生财务重述的公司确实获得了更多的媒体负面报道。为此,本文接下来将媒体关注变量区分为媒体负面报道和非负面报道,对假设1再次进行检验。表4的第2列和第3列分别列示了不同媒体报道对公司财务重述行为的影响。第3列的结果与第1列相同,媒体非负面报道变量 *LNMedia3* 的系数并不显著,说明来自媒体的正面报道和中性报道并没有对财务重述现象产生影响。但第2列的结果却截然不同,媒体负面报道变量 *LNMedia2* 的系数为 -0.4287,且通过1%的显著性检验,这表明在控制各种公司治理特征和财务特征之后,相对于媒体负面报道较少的公司,获得更多媒体负面报道的上市公司更不容易发生财务重述。该结果支持了本文的理论假设1a,即媒体的报道评价在监督上市公司财务重述行为方面发挥了实质性作用,媒体监督(负面报道)有助于减少上市公司的财务重述行为。

列2和列3的差异性结果表明,不同媒体报道的舆论监督作用差别很大,即与一般性的媒体报道相比,媒体的批评报道在监督上市公司治理方面能够起到更好的作用。这是因为负面报道往往能够引发更广泛的社会关注,造成更大的社会影响,来自媒体的批评和质疑会使有问题的公司处于舆论的包围中,对公司形象造成负面冲击,

使得上市公司管理者受到来自亲朋好友、社会公众和监管部门等各方的压力,为避免遭受声誉和行政监管的惩罚,他们会被迫对媒体压力做出反应,在今后的经营决策中约束自己,自觉减少侵害投资者利益行为的发生。

在各种控制变量中,资产负债率 *Lev* 的系数显著为正,说明负债水平越高的企业越容易发生财务重述,这可能是因为高负债的公司在改善财务状况方面面临更大的压力;年报的审计意见 *Opinion* 与财务重述概率显著负相关,也就是说未获得标准无保留意见的上市公司更有可能进行财务重述,说明审计监督在提高上市公司财务质量方面发挥了一定作用;此外,总资产收益率 *ROA* 的回归系数显著为负,说明上市公司的盈利能力越好,越不可能发生财务重述。上述结论分别支持了 DeFond 和 Jambalvo (1991)、Burns 和 Kedia (2006)、魏志华等 (2009a) 的观点。而其他公司治理变量,如董事会规模、董事会独立性等则对上市公司财务重述行为没有显著影响。

(三) 政府干预对媒体治理效应的影响

由于假设 1 的检验结果已经证实了媒体负面报道对于上市公司财务重述行为的监督作用,接下来将利用模型 (2) 检验政府干预对于媒体公司治理效应的影响。表 4 的第 4 列报告了回归结果。与模型 (1) 相同,因变量为 *Restate1*,因此采用 Logistic 回归模型,但测试变量仅采用媒体负面报道指标 *LNMedia2*。

表 4 的第 4 列显示,媒体负面报道变量 *LNMedia2* 的系数为 -0.4186,且通过 1% 的显著性检验,而媒体负面报道变量与政府干预变量的交互项系数 $LNMedia2 \times Intervene$ 则显著为负,为 -0.0305,说明在地方政府干预较为严重的地区,媒体监督在降低上市公司财务重述行为发生概率方面的作用大大减弱。这一结果完全符合本文理论假设 2 的预期,即政府干预对媒体治理效应的影响是负面的,政府干预越严重,媒体越不能有效履行其舆论监督职责。

考虑到本文使用的政府干预指标反映的是中国各省区的地方政府干预程度,因此可以预期地方政府干预程度对地方性企业的影响较为显著,而对中央所属企业却可能没有影响(央企不归地方政府管辖)。为使假设 2 的结论更为准确,本文进一步将样本公司区分为地方性企业和非地方性企业(地方性企业包括地方政府控制的企业和民营企业,非地方性企业主要为中央政府控制企业),来考察地方政府干预程度对媒体治理效应的影响。表 4 的第 5 和第 6 列分别报告了两类企业的分样本检验结果。结果与预期完全符合:列 5 中央企的回归结果显示,虽然媒体负面报道变量 *LNMedia2* 显著为负,但与政府干预变量的交互项系数 $LNMedia2 \times Intervene$ 却并不显著,说明对于央企这类非地方性企业而言,地方政府干预对媒体治理作用的有效发挥并无太多影

表 4

模型(1)和模型(2)的检验结果

	模型(1)的检验结果			模型(2)的检验结果		
	总媒体报道 (1)	负面报道 (2)	非负面报道 (3)	总样本 (4)	非地方性企业 (5)	地方性企业 (6)
<i>LNMedia1</i>	-0.0609 (0.0427)					
<i>LNMedia2</i>		-0.4287 *** (0.0685)		-0.4186 *** (0.1212)	-0.7190 ** (0.3158)	-0.3593 ** (0.1364)
<i>LNMedia3</i>			-0.0085 (0.0446)			
<i>LNMedia2</i> × <i>Intervene</i>				-0.0305 * (0.0153)	0.0058 (0.0406)	-0.0376 ** (0.0173)
<i>Lev</i>	0.0077 *** (0.0025)	0.0074 *** (0.0026)	0.0077 *** (0.0025)	0.0070 *** (0.0026)	0.0109 * (0.0063)	0.0063 ** (0.0029)
<i>ROA</i>	-0.0181 *** (0.0070)	-0.0175 ** (0.007)	-0.0180 *** (0.0070)	-0.0168 ** (0.0071)	-0.0148 (0.0171)	-0.0183 ** (0.0081)
<i>LNSize</i>	0.0247 (0.0504)	0.0207 (0.0494)	0.0097 (0.0512)	0.0402 (0.0502)	0.0160 (0.1086)	0.0119 (0.0587)
<i>Growth</i>	-0.0004 (0.0004)	-0.0004 (0.0004)	-0.0004 (0.0004)	-0.0004 (0.0004)	0.0007 (0.0006)	-0.0008 (0.0005)
<i>Board</i>	0.0078 (0.0209)	0.0141 (0.0212)	0.0065 (0.0209)	0.0143 (0.0215)	-0.0230 (0.0471)	0.0257 (0.0249)
<i>Indepen</i>	-0.6652 (0.8314)	-0.5074 (0.8334)	-0.6768 (0.8318)	-0.4301 (0.8411)	-1.2911 (2.1428)	-0.3900 (0.9393)
<i>Dual</i>	-0.0832 (0.1154)	-0.0863 (0.1150)	-0.0820 (0.1154)	-0.0884 (0.1154)	0.2997 (0.4112)	-0.1496 (0.1225)
<i>Mshare</i>	-0.0047 (0.0061)	-0.0046 (0.0061)	-0.0048 (0.0061)	-0.0026 (0.0063)	0.0758 (0.1008)	-0.0030 (0.0064)
<i>Audit</i>	0.1241 (0.0924)	0.1149 (0.0927)	0.1247 (0.0924)	0.1022 (0.0934)	0.2057 (0.2140)	0.0732 (0.1061)
<i>Big10</i>	-0.1003 (0.1055)	-0.1011 (0.1067)	-0.1005 (0.1053)	-0.0570 (0.1088)	-0.1813 (0.2162)	0.0104 (0.1321)
<i>Opinion</i>	-0.6097 *** (0.1663)	-0.6209 *** (0.1663)	-0.6056 *** (0.1666)	-0.6424 *** (0.1690)	-1.2882 *** (0.4783)	-0.5658 *** (0.1856)
<i>Intervene</i>				-0.0548 ** (0.0234)	-0.0447 (0.0620)	-0.0461 * (0.0258)
年度及行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	2882	2882	2882	2882	574	2308
伪 R ²	0.02	0.03	0.02	0.04	0.09	0.05

说明: 系数下面括号中报告了回归系数异方差稳健的标准差; **、*、* 分别表示该变量估计系数在 1%、5%、10% 水平上显著; 本表报告的 Logit 模型回归系数值非边际影响值。下表同。

响。而列6是地方企业的回归结果,结果与总样本类似,交互项系数显著为负,说明地方政府影响的严重程度会显著影响媒体对于地方企业行为的监督。

在各种控制变量中,公司治理特征和财务特征变量的影响结果与模型(1)基本一致。此外, *Intervene* 的系数显著为负,这表明在政府干预程度越低的地区,上市公司越不可能采取财务重述行为,这与王俊秋和张奇峰(2010)的观点一致。

五 进一步分析与稳健性检验

(一) 进一步分析

前文的检验结果已经发现,中国媒体的批评报道会显著降低上市公司财务重述行为发生的概率。但需要更进一步探讨的问题也随之而来:媒体的负面报道是否对不同类型财务重述的影响都是一致?如果不一致,在上市公司不得不进行财务重述时,在媒体的舆论压力包围下,公司管理者会更可能选择哪一种类型的财务重述?

如前所述,财务重述会带来严重的经济后果,但不同类型的财务重述导致的经济后果并不一样。财务重述行为可以细分为多种类型,按财务重述原因可以大致划分为技术问题重述以及因会计问题、涉嫌欺诈及应监管当局要求引起的非技术问题重述。研究证实,不同原因导致的财务重述其市场反应各异。因技术问题导致的重述市场反应较为平淡,因为这类重述并不实质性影响公司价值。然而,因会计问题、涉嫌欺诈或应监管当局要求引起的财务重述,通常直接或间接地损害了公司价值,将导致比技术问题重述更为激烈的负面市场反应(Owers等,2002; Palmrose等,2004; Hirschey等,2005; 魏志华等,2009b)。

此外,按财务重述内容,还可以划分为涉及核心会计指标的重述和涉及非核心指标的重述。^① 涉及核心会计指标的财务重述会直接或间接对上市公司价值判断产生影响,当重述公告涉及调整直接影响公司价值的核心会计指标时,投资者的反应要比调整非核心会计指标严重得多(Palmrose等,2004; Desai等,2006; 魏志华等,2009b)。

由此看来,并不是所有类型的财务重述都会给投资者的财富带来严重损失。本文认为,只有当财务重述行为伤害到投资者利益,给股东财富带来较大损失时,媒体的外部舆论压力才可能迫使管理者减少这种侵害行为。如果仅仅是一些因技术问题造成

^① 核心会计指标,是指重述涉及年报的资产、负债、权益、现金流或利润等的重要会计指标。一般来说,此类重述是因为公司年报中的核心会计指标计算存在有意或无意的错误,抑或其度量、确认等存在遗漏或尚需补充的说明。然而无论哪种情况,我们认为其都将直接或间接影响投资者对上市公司真实价值的判断。

的财务重述,或者是涉及调整非核心指标的重述,由于投资者对这些类型重述的反应相对平淡,因此管理者并不会过多在意这些重述行为,此时媒体的质疑和批评所起的作用应该不显著,或者是作用要相对弱些。

为此,本文进一步从两方面细分财务重述类型,深入探讨媒体关注对不同类型财务重述行为的监督作用。财务重述样本将被划分为技术问题重述和非技术问题重述,核心指标重述和非核心指标重述。其中,技术问题重述,是指因录入、校对、排版等技术原因造成的报表遗漏或错误以及由于统计失误、计算错误导致的报表内容错误等带来的重述;非技术问题重述则包括会计问题重述、敏感问题重述、应法律法规或交易所要求重述、监管部门惩罚或敦促的重述等。本文设置虚拟变量 *Restate2* 和 *Restate3*,当上市公司发生了技术问题的财务重述时 *Restate2* 取 1,未发生财务重述的匹配样本公司取 0;当上市公司发生了非技术问题的财务重述 *Restate3* 取 1,未发生财务重述的匹配样本取 0。此外,根据财务重述的内容是否涉及年报的资产、负债、权益、现金流或利润等最重要的会计指标,上市公司财务重述可以划分为核心指标重述和非核心指标重述。本文设置虚拟变量 *Restate4* 和 *Restate5*,当财务重述为核心指标重述时 *Restate4* 取 1,未发生财务重述样本取 0;当上市公司发生了涉及非核心会计指标的财务重述时 *Restate5* 取 1,未发生财务重述样本取 0。

最终,在 1441 例财务重述样本中,技术问题重述为 443 例,非技术问题重述 998 例,而核心指标重述 782 例,非核心指标重述 659 例。在分样本检验之前,必须先对中国上市公司财务重述行为的市场反应进行研究。^①图 2 报告了全样本以及不同类型财务重述公告在(-5,+5)时窗内的 CAR(累计超额收益率)。

图 2 显示,从全样本来看,重述公告整体的负面市场反应较为微弱,CAR(-5,+5)约为-0.95%,在 5%水平上显著小于零(*t* 值为-2.24)。与国外财务重述公告日前后几天大约-10%的市值损失相比(GAO 2002),中国财务重述公告对市场价值的损害效应显然较低。进一步细分财务重述类型的研究发现,不同类型的财务重述市场反应迥异。其中,技术问题重述和非核心指标重述并未带来明显的市场反应,其 CAR(-5,+5)分别为-0.14%和-0.30%,且 *T* 检验值都不显著;而因非技术问题导致的财务重述以及涉及核心指标的财务重述的市场反应显著为负,其 CAR(-5,+5)分别为-2.67%和-1.67%。这一结果与魏志华等(2009b)的研究结果一致。

① 分析步骤与魏志华等(2009b)相同,因篇幅所限未报告具体内容。

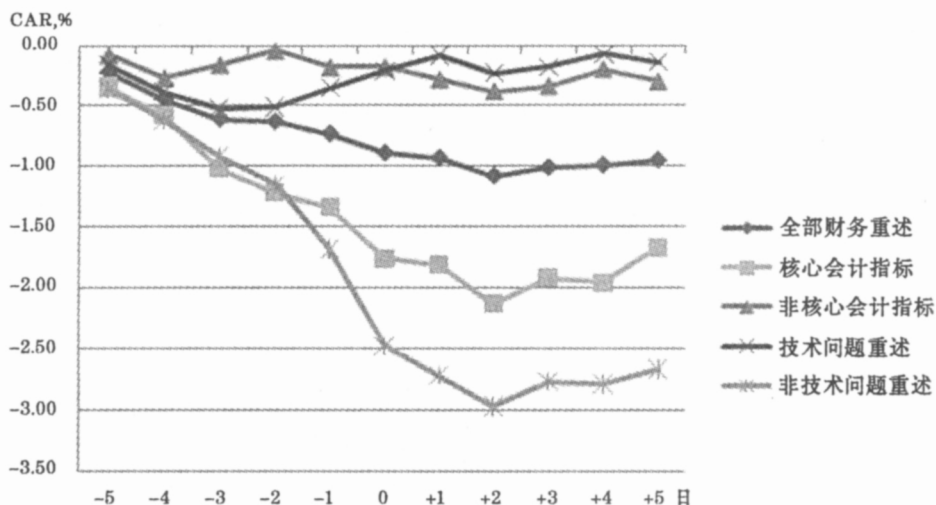


图2 财务重述公告的累计超常收益率(CAR)

由于不同类型的财务重述公告的市场反应有很大差异,因此接下来本文分别以因变量 *Restate2*、*Restate3*、*Restate4*、*Restate5* 重新对模型(1)、(2)进行假设检验。

表5报告了分样本检验的结果。其中,表5的第1列是对技术问题重述样本的假设1a和1b的检验。结果显示,媒体负面报道变量 *LNMedia2* 的回归系数虽然为负,但却没有通过显著性检验,说明媒体的负面报道并不会对上市公司的技术问题财务重述行为产生显著影响。第2列则是针对非技术问题重述样本的检验,结果与列1不同,*LNMedia2* 在1%水平上显著为负,说明来自媒体的批评减少了公司未来因会计问题、涉嫌欺诈等非技术原因而进行财务重述行为的概率,这一结果支持了假设1a。以上结果的差异表明,媒体关注仅对非技术问题财务重述起到显著的监督约束作用。

表5的第3列和第4列是对核心指标和非核心指标重述样本的假设1a和假设1b的检验。从结果来看,在列3、4中,虽然媒体的负面报道变量 *LNMedia2* 都显著为负,结果均支持假设1a,但两者的系数大小和显著性水平高低都存在差异:在列3中,*LNMedia2* 的系数为-0.6420,且通过1%的显著性检验,而列4中 *LNMedia2* 的系数为-0.5868,系数影响值小于对核心指标重述检验的结果,且显著性更差,在5%的水平下才显著,这一差异性结果表明媒体关注虽然都可能对核心指标重述和非核心指标重述产生显著影响,但对核心指标财务重述的监督约束效力相对更为明显。

在证实媒体监督对不同类型的财务重述行为的影响有差异之后,本文将进一步检验一个问题,即当上市公司一定要对年报进行重述时,在媒体质疑的压力下,公司是否

表 5 分财务重述类型检验的模型(1)和模型(2)结果

因变量	模型(1)的检验结果				模型(2)的检验结果			
	Restate2 (1)	Restate3 (2)	Restate4 (3)	Restate5 (4)	Restate6 (5)	Restate7 (6)	Restate3 (7)	Restate4 (8)
<i>LNMedia2</i>	-0.1485 (0.1173)	-0.5963*** (0.0849)	-0.6420*** (0.0963)	-0.5868** (0.1049)	-0.0881* (0.1272)	-0.2373** (0.1179)	-0.3356** (0.1460)	-0.3519** (0.1492)
<i>LNMedia2</i> \times <i>Intervene</i>							-0.0399** (0.0183)	-0.0444** (0.0185)
<i>Lev</i>	0.0093** (0.0044)	0.0090*** (0.0031)	0.0061* (0.0036)	0.0077** (0.0038)	0.0014 (0.0037)	0.0026 (0.0036)	0.0086*** (0.0032)	0.0054 (0.0036)
<i>ROA</i>	-0.0193* (0.0103)	-0.0230*** (0.0095)	-0.0199** (0.0105)	-0.0039 (0.0099)	-0.0017 (0.0084)	-0.0114 (0.0090)	-0.0224** (0.0096)	-0.0196** (0.0106)
<i>LNSize</i>	-0.0343 (0.0926)	0.0230 (0.0597)	0.0218 (0.0699)	0.0654 (0.0725)	0.0618 (0.0752)	0.0276 (0.0700)	0.0530 (0.0604)	0.0674 (0.0708)
<i>Growth</i>	-0.0004 (0.0004)	-0.0003 (0.0007)	-0.0009 (0.0008)	-0.0002 (0.0004)	-0.0001 (0.0006)	-0.0010 (0.0007)	-0.0003 (0.0007)	-0.0012 (0.0008)
<i>Board</i>	-0.0095 (0.0380)	0.0311 (0.0260)	0.0404 (0.0289)	-0.0092 (0.0326)	0.0422 (0.0321)	0.0318 (0.0300)	0.0256 (0.0263)	0.0358 (0.0293)
<i>Indepen</i>	-1.7537 (1.5006)	0.3520 (1.0377)	-0.0660 (1.2404)	-0.6416 (1.1643)	2.1516* (1.2300)	0.4067 (1.1694)	0.4271 (1.0441)	0.1375 (1.2599)
<i>Dual</i>	-0.2326 (0.2147)	-0.0809 (0.1413)	0.2011 (0.1632)	-0.1753 (0.1628)	-0.0421 (0.1793)	0.1623 (0.1724)	-0.0686 (0.1413)	0.1852 (0.1623)
<i>Mshare</i>	2.5608** (0.9433)	-0.0103 (0.0073)	-0.0021 (0.0104)	-0.0111 (0.0082)	-0.0026 (0.0089)	-0.0124 (0.0086)	-0.0076 (0.0072)	0.0013 (0.0105)
<i>Audit</i>	-0.1562 (0.1640)	-0.0353 (0.1145)	-0.0102 (0.1266)	0.0574 (0.1437)	0.0427 (0.1398)	0.1493 (0.1324)	-0.0355 (0.1153)	-0.0109 (0.1274)
<i>Big10</i>	0.1415 (0.1837)	-0.2741** (0.1254)	-0.4354*** (0.1438)	-0.3511** (0.1543)	0.1548 (0.1729)	-0.2587* (0.1555)	-0.2286* (0.1264)	-0.4095*** (0.1452)
<i>Opinion</i>	-0.6019** (0.2780)	-0.8107*** (0.2110)	-0.9068*** (0.2208)	-0.8419*** (0.2494)	-0.4666** (0.2214)	-0.4138** (0.2042)	-0.8248*** (0.2093)	-0.9568*** (0.2183)
<i>Intervene</i>							-0.0805*** (0.0284)	-0.0863*** (0.0312)
年度与行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	886	1996	1564	1318	1441	1441	1996	1564
伪 R ²	0.07	0.05	0.06	0.05	0.02	0.04	0.06	0.07

更可能选择经济后果不严重的财务重述?为回答这一问题,本文再次设置虚拟变量 *Restate6* 和 *Restate7*。其中,当财务重述为非技术问题重述时 *Restate6* 取 1,技术问题重述取 0;当上市公司重述为核心指标重述时 *Restate7* 取 1,非核心指标重述时取 0。以 *Restate6* 和 *Restate7* 利用模型一再次进行回归,结果见表 5 中第 5 列和第 6 列。

表 5 中第 5 列的结果显示,媒体关注变量 *LNMedia2* 的系数为 -0.0881,且在 10% 水平下显著,说明媒体的负面报道越多,上市公司更可能选择后果不严重的技术问题重述。列 6 的结果中 *LNMedia2* 的系数为 -0.2373,且通过 5% 的显著性检验,这说明媒体的外部压力越大,公司选择非核心指标进行财务重述的可能性越大。上述结果表明,在媒体监督之下,公司管理者倾向于选择后果不太严重的财务重述方式。这也在一定程度上反映出媒体关注确实对公司财务重述行为起到了监督作用,即使财务重述行为是上市公司不得已而为之的决策,在面临外部舆论压力下,上市公司也会尽量选择让股东财富损失较小、侵害投资者利益较少的重述方式。

由于前述结果表明媒体的负面报道仅对非技术问题重述起到监督作用,而且对核心指标重述的监督效应更为显著,因此表 5 最后两列分别选取非技术问题重述样本和核心指标重述样本进行假设 2 的检验结果。列 7 和列 8 的结果相同,不仅 *LNMedia2* 的系数显著为负,而且媒体关注与政府干预变量的交互项 $LNMedia2 \times Intervene$ 的系数也在 5% 的水平下显著为负,这一结果再次强烈支持了本文的假设 2,说明来自地方政府的干预会干扰媒体的舆论监督效力。

(二) 稳健性检验

为进一步检验结果的可靠性,本文从以下几方面对上述理论假设的检验结果进行了稳健性测试,总体上不改变本文的主要结论。^①

第一,考虑到 2007 年 1 月 1 日起上市公司执行全新的会计准则,由于相对旧准则而言,新准则的变化较大,由此带来许多会计科目、指标发生相当大的调整,上市公司在当年进行的财务重述很可能是基于这一会计制度环境的变化所做出的,媒体监督对此类财务重述并无影响,因此本文从以下两方面消除这一制度变化对本文结果稳健性的影响:首先,剔除 2007 年的样本观测值,按文中表 4 和表 5 重新进行回归,发现文中结论完全不受影响;其次,本文重新分析所有财务重述的原因,从中剔除宣告因新会计准则变动调整而导致的财务重述,最终得到 1206 例财务重述样本,以模型(1)、(2)重新回归,结果没有发生改变。

^① 限于篇幅,该部分检验结果在此未予报告,留存备索。

第二,为消除极端值的影响,将文中相关变量按两段各1%的标准进行了缩尾处理,并按表4、表5重新进行回归,结果没有发生实质性改变。

第三,考虑到媒体报道的影响可能存在时效性,其监督作用仅存在一个较短的期间,因此本文也尝试将媒体的报道期间缩短,分别取财务重述日前九个月,以及半年内的媒体报道数量作为媒体关注的度量指标,并按表4、表5重新进行回归,主要研究结论也没有发生根本性变化。

第四,考虑到审计监督是一个极为重要的财务重述影响因素,为了有效区分究竟是外部审计发挥了治理效应还是媒体监督起到了治理作用,必须剔除公司由于获得非标准无保留意见而被迫进行财务重述的影响。为此,本文选择样本组和对照组获得标准无保留意见的财务重述为分析样本,最终共获得2496例样本,以模型(1)、(2)重新回归,结论仍然支持本文的理论假设,媒体监督的公司治理效应得到有效的验证。

六 结论与启示

迄今为止,国内有关媒体公司治理角色的研究文献还相当稀少,学术界对于媒体在公司治理的具体领域是否能够有效履行舆论监督职能这一问题,尚有诸多空白并普遍缺乏大样本经验分析的可靠支持。有鉴于此,本文选择上市公司财务重述这一独特视角,以2004~2009年发生财务重述的上市公司为研究样本,通过细分媒体报道倾向以及财务重述类型,系统研究了媒体报道对于中国上市公司财务重述行为的影响,并进一步考察了政府干预在影响媒体治理效应方面的作用,从而为中国媒体的治理效应检验提供更准确、更深入的研究证据。本文的主要研究结论如下:

(1)并不是所有的媒体报道都会影响上市公司的财务重述行为,仅有来自媒体的负面报道可以有效遏制财务重述行为的发生,显著降低上市公司进行财务重述的可能性。这是因为媒体的批评和质疑能够对公司管理者形成巨大的外部舆论压力,出于声誉可能受损,甚至引发政府监管部门关注和调查等方面的担忧,管理者会被迫减少那些可能严重损害投资者利益的财务重述行为。

(2)进一步细分财务重述类型的研究发现,媒体对不同类型的财务重述行为影响是不一致的,即媒体负面报道对那些经济后果较为严重、可能令投资者损失较大的非技术问题重述和核心指标重述的影响十分显著,而对经济后果较不严重的技术问题重述和非核心指标重述行为影响不明显。而且,当上市公司不得不进行财务重述时,媒体质疑的舆论压力会迫使管理者选择经济后果不太严重的财务重述方式,这也在一定

程度上说明媒体发挥了积极的治理作用。

(3) 来自地方政府的干预会大大削弱媒体的监督治理效力: 即在地方政府干预不严重的地区, 媒体对上市公司财务重述行为的监督约束作用较为明显, 但在地方政府干预程度较高的地区, 由于政府对当地上市公司的保护意愿较强, 政府对媒体进行直接干预或间接向媒体寻租的可能性大大增加, 导致媒体的监督职能被扭曲, 进而导致其治理作用有限。进一步的研究发现, 地方政府干预的干扰作用仅对地方性企业有效, 对央企等非地方性企业的作用并不明显。

上述研究结论的重要启示在于: 即使在中国这样无论是媒体的市场竞争环境还是法律保护环境都不甚理想的转型经济国家, 媒体监督作为一种有效的外部治理机制仍然扮演了积极的公司治理角色。这一结论对于理解改革开放 30 多年来中国经济高速增长 of 所谓“中国之谜”也具有特殊的意义(Allen 等 2005; 潘越等 2009)。说明在转型经济新兴国家, 虽然法律对投资者的权益保护不足, 但媒体这一法律外制度因素的替代机制发挥了不可忽视的作用, 媒体的舆论监督在一定程度上起到了规范公司治理, 保护投资者利益, 进而促进经济增长的替代作用。

参考文献:

- 陈志武(2009):《媒体、法律与市场》,北京:中国政法大学出版社。
- 樊纲等(2010):《中国市场化指数——各地区市场化相对进程 2009 年报告》,北京:经济科学出版社。
- 何威风、刘启亮(2010):《我国上市公司高管背景特征与财务重述行为研究》,《管理世界》第 7 期。
- 李培功、醋卫华(2011):《媒体发挥监督作用了吗?》,厦门大学工作论文。
- 李培功、沈艺峰(2010):《媒体的公司治理作用:中国的经验证据》,《经济研究》第 4 期。
- 潘越、戴亦一、吴超鹏、刘建亮(2009):《社会资本、政治关系与公司投资决策》,《经济研究》第 11 期。
- 王俊秋、张奇峰(2010):《政府控制、制度环境与上市公司财务重述行为》,《经济管理》第 4 期。
- 魏志华、李常青、曾爱民(2009):《家族控制、审计监督与公司治理——基于年报补充更正视角的经验证据》,《审计研究》第 6 期。
- 魏志华、李常青、王毅辉(2009):《中国上市公司年报重述公告效应研究》,《会计研究》第 8 期。
- 辛宇、徐丽萍(2010):《媒体治理与中小投资者保护》,中山大学工作论文。
- 张烨(2009):《媒体与公司治理关系研究述评》,《经济学动态》第 6 期。
- 郑志刚(2007):《法律外制度的公司治理角色——一个文献综述》,《管理世界》第 7 期。
- 周春生、马光(2005):《中国上市公司的股权结构与财务报表更正》,《金融研究》第 11 期。
- Abbott, L. J.; Parker, S. and Peters, G. F. “Audit Committee Characteristics and Restatements: A Study of the Efficacy of Certain Blue Ribbon Committee Recommendations.” *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 2004, 23, pp. 69 – 88.
- Agrawal, A. and Chadha, S. “Corporate Governance and Accounting Scandals.” *Journal of Law and Econom-*
- 世界经济* 2011年第11期 • 142 •

ics, 2005, 48, pp. 371 – 406.

Agarwal, A. and Cooper, T. “Insider Trading before Accounting Scandals.” SSRN Working Paper No. 929413, 2008.

Ahmed, K. and Goodwin, J. “An Empirical Investigation of Earnings Restatements by Australian Firms.” *Accounting and Finance*, 2007, 47, pp. 1 – 22.

Allen, F.; Qian J. and Qian, M. “Law, Finance, and Economic Growth in China.” *Journal of Financial Economics* 2005, 77(1), pp. 57 – 116.

Arthaud – Day, M. L.; Certo, S. T.; Dalton, C. M. and Dalton, D. R. “A Changing of the Guard: Executive and Director Turnover Following Corporate Financial Restatements.” *The Academy of Management Journal ARCHIVE*, 2006, 49(6), pp. 1119 – 1136.

Besley, T.; Burgess, R. and Prat, A. “Mass Media and Political Accountability,” in *The Right to Tell: The Role of Mass Media in Economic Development*. Washington, DC: The World Bank Institute, 2002.

Besley, T. and Prat, A. “Handcuffs for the Grabbing Hand? Media Capture and Government Accountability.” *American Economic Review*, 2006, 96(3), pp. 720 – 736.

Boonea, A. L.; Fieldb, L. C.; Karpoff, J. M. and Raheja, C. G. “The Determinants of Corporate Board size and Composition: An Empirical Analysis.” *Journal of Financial Economics*, 2007, 85, pp. 66 – 101.

Burns, N. and Kedia, S. “The Impact of Performance – based Compensation on Misreporting.” *Journal of Financial Economics*, 2006, 79, pp. 35 – 67.

Chen, C. W.; Pantzalis C. and Park, J. C. “Press Coverage and Stock Price’ Deviation from Fundamental Value.” SSRN Working Paper No. 1359261, 2009.

Daily, C. M. “Governance Patterns in Bankruptcy Reorganizations.” *Strategic Management Journal*, 1996, 17, pp. 355 – 375.

Dechow P. M.; Sloan, R. G. and Sweeney A. P. “Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC.” *Contemporary Accounting Research*, 1996, 13, pp. 1 – 36.

Defond, M. L. and Jiambalvo, J. “Incidence and Circumstance of Accounting Errors.” *Accounting Review*, 1991, 66, pp. 643 – 655.

Desai, H.; Hogan, C. and Wilkins, M. “The Reputational Penalty for Aggressive Accounting: Earnings Restatements and Management Turnover.” *The Accounting Review*, 2006, 81, pp. 83 – 112.

Dyck, A. and Zingales, L. “The Corporate Governance Role of the Media,” in Roumeen Islam ed. *The Right to Tell: The Role of Mass Media in Economic Development*. Washington, DC: The World Bank Institute, 2002.

———. “Private Benefits of Control: An International Comparison.” *Journal of Finance*, 2004, 59(2), pp. 537 – 600.

Dyck, A.; Morse, A. and Zingales, L. “Who Blows the Whistle on Corporate Fraud.” Chicago GSB Research Paper No. 08 – 22, 2008a.

Dyck, A.; Volchkova, N. and Zingales, L. “The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from

Russia. ” *Journal of Finance* , 2008b , 63(3) , pp. 1093 – 1135.

Efendi , J. ; Srivastava , A. and Swanson , E. P. “Why Do Corporate Managers Misstate Financial Statements? The role of Option Compensation and Other Factors. ” *Journal of Financial Economics* , 2007 , 85 , pp. 667 – 708.

Ellman , M. and Germano , F. “What do the Paper Sell? A Model of Advertising and Mdia Bias. ” *Economic Journal* , 2009 , 119 , pp. 680 – 704.

Fang , L. and Peress , J. “Media Coverage and the Cross – section of Stock Returns. ” *Journal of Finance* , 2009 , 64(5) , pp. 2023 – 2052.

Gales , L. M. and Kesner , I. F. “An Analysis of Board of Director Size and Composition in Bankrupt Organizations. ” *Journal of Business Research* , 1994 , 30 , pp. 27 – 39.

General Accounting Office. “Financial Statement Restatements: Trends , Market Impacts , Regulatory Responses , and Remaining Challenges. ” Washington , DC: GAO – 03 – 138 , 2002.

——. “Financial Restatements: Update of Public Company Trends , Market Impacts , and Regulatory Enforcement Activities. ” Washington , DC: GAO – 06 – 678 , 2006.

Harris , J. and Bromiley , P. “Incentives to Cheat: The Influence of Executive Compensation and Firm Performance on Financial Misrepresentation. ” *Organization Science* , 2007 , 18 , pp. 350 – 367.

Hirschey , M. ; Palmrose , Z. V. and Scholz , S. “Long – term Market Under reaction to Accounting Restatements. ” University of Kansas working paper , 2005.

Hosp , G. “The Media Rent – Seeking Society: Differences in Democratic and Autocratic Environments. ” SSRN Working paper No. 491282 , 2004.

Joe , J. ; Louis , H. and Robinson , D. “Managers’ and Investors’ Responses to Media Exposure of Board Ineffectiveness. ” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 2009 , 44 , pp. 579 – 605.

McCombs , M. E. and Shaw , D. L. “The Agenda – setting Function of Mass Media. ” *Public Opinion Quarterly* , 1972 , 36 , pp. 176 – 187.

Miller , G. S. “The Press as a Watchdog for Accounting Fraud. ” *Journal of Accounting Research* , 2006 , 44 (5) , pp. 1001 – 1033.

Owers , J. E. ; Lin , C. M. and Rogers , R. C. “The Informational Content and Valuation Ramifications of Earnings Restatements. ” *International Business and Economics Research Journal* , 2002 , 1 , pp. 71 – 84.

Palmrose , Z. V. ; Richardson , V. J. and Scholz , S. “Determinants of Market Reactions to Restatement Announcements. ” *Journal of Accounting and Economics* , 2004 , 37 , pp. 59 – 89.

(截稿: 2011 年 7 月 责任编辑: 宋志刚)